

2016. 5 No.49

三井住友信託銀行

調査月報



時論

オーストリッチ・コンプレックスからの脱却.....1

経済の動き

下方修正続く世界経済成長率予想

～グローバル経済金融レビュー 2016年春～.....3

マイナス金利政策の国内設備投資への影響.....9

スイスに見るマイナス金利の効果と副作用.....15

マイナス金利導入後の円高の背景と展望.....19

時論

オーストリッチ・コンプレックスからの脱却

熊本地震に被災された方々、関係者の方々に、心よりお見舞いを申し上げます。

東日本大震災からわずか 5 年でまたしても大きな災害が発生した。こうした悲劇を目にするたびに、改めてわれわれの生活は様々なインフラによって支えられていることを考えさせられ、国土強靱化や都市防災の必要性を痛感させられる。

わが国の社会インフラは人口と同様に高齢化が大きな問題となっている。

わが国の社会インフラの多くは 1964 年(昭和 39 年)の東京オリンピック前後に整備されたものが多く、2 度目のオリンピック開催を前にして老朽化したインフラの保守、修繕が喫緊の課題となっている。

2013 年に策定された「インフラ長寿命化基本計画」には、「今後 20 年で、建設後 50 年以上経過する道路橋(橋長 2m 以上)の割合は現在の約 16%から約 65%となるなど、高齢化の割合は加速度的に増加」、「今後、約 800 兆円に及ぶインフラストックの高齢化に的確に対応するとともに、首都直下地震や南海トラフ巨大地震等の大規模災害に備え、成長著しいアジアの新興国との競争に打ち勝ちながら世界の先進国として存続するためには、国土、都市や農山漁村を形成するあらゆる基盤を広く「インフラ」として捉え、これまで以上に戦略的に取組を進めることが重要である」と記載されており、基本計画のロードマップでは 2030 年には「老朽化に起因する重要インフラの重大事故ゼロ」が表明されている。

しかし、一方で平成 28 年度の政府予算案を見ると公共事業費は約 6 兆円と歳出全体の 6.2%にとどまっている。公共事業費は高度成長期には歳出の 20%以上を占め「公共事業は無駄遣いの温床」と言われ削減が続いてきた。その結果として道路やトンネルなど最低限の維持補修にも支障をきたす状況となっており、これから 20 年にわたって 800 兆円のインフラストックに対応していくという姿は到底見えない。

そうした中で景気への配慮から消費税に関しては引き上げ延長の声が高まっている。

我が国で消費税の導入が検討されたのは、1975 年の赤字国債発行再開から 3 年後の大平内閣の時代である。しかし、一般消費税の導入が争点となった 1979 年の衆院選で自民党が過半数割れの大敗をしたことから消費税導入は断念された。

その後、1988 年 12 月に消費税の導入を決定したのは竹下内閣であったが、最高で 41.5%あった同内閣の支持率は、政権末期には 4.4%まで低下した。1994 年に唐突に国民福祉税構想を打ち出した細川政権は構想のとん挫とともに急速に求心力を失い、1997 年 4 月に消費税を 3%から 5%に引き上げた橋本内閣は、その後の、金融危機の影響もあり、支持率は最高支持率の 46.8%から 23%台まで低下し、98 年 7 月の参院選で自民党は大敗した。野田内閣の下で消費税の二段階引き上げを決定した民主党政権もその後の衆院選で大敗し、野党に転落しているなど、消費税は政権を維持するためには、開けてはいけないパンドラの箱のような存在となってしまった。

経済の低成長化と少子高齢化が進行するなかで財源の安定を図るために、税収の柱を所得税や法人税などの直接税から、消費税などの付加価値税へとシフトすることは、高齢化先進国の日本にとっては

長年にわたる重要な課題であり、そのことはだれもが認識していたはずである。

一方で消費税に代表される付加価値税は相対的に低所得層の負担が重くなるという逆進性があるという事も誰もが認識していることである。当部の試算では足元での年金受給者数は約 4000 万人と正規雇用者数の 3000 万人を上回っており、この傾向はこの先強まって行くことが確実である。高齢者世帯の増加により低所得世帯が増加している現状においては、景気動向にかかわらず逆進性の強い消費税率の引き上げが景気に与えるダメージは年々高まっていくことは容易に想像がつく。しかし、仮に消費税率の引き上げを見送ったとしても、財源不足から社会保障費の抑制につながってしまうと最終的には高齢者の負担につながる事になる。結局のところこれだけ高齢化が進んでしまえば、どのタイミングで消費税の引き上げを行っても経済にとって相応のダメージは避けられないと考えるべきで、この傾向はこの先さらに強まっていく事になる。

高齢化社会の到来に向けて消費税の引き上げや、国民負担率の引き上げが必要であることは、過去に何度も指摘されてきている。しかし、決断を避けてビジョンがないままに問題を先送りしてきた結果が、現在の袋小路状態の原因である。

これは消費税に限った問題ではない。

少子化問題の深刻化に最初に警告を鳴らしたのは 1994 年のエンゼルプランで、エンゼルプランを実施するため、保育の量的拡大や低年齢児(0～2歳児)保育、延長保育等の多様な保育の充実、地域子育て支援センターの整備等を図るための「緊急保育対策等5か年事業」が策定され、1999 年度を目標年次として整備が進められていれば、人口減少下での一億総活躍社会への移行はもっとスムーズに進んでいたのではないだろうか。

オーストリッチ・コンプレックスという言葉がある、日本語で表すと「頭隠して尻隠さず」という言葉に近いのかもしれないが、語原はダチョウが危機を感じると砂に顔をうずめて危機から目をそらすという、その場のしるぎにもならない危機回避行動をとることから来ていると言われている。ダチョウがそこまで愚かな動物かどうか真偽のほどは分からないが、現在日本が陥っている状態はオーストリッチ・コンプレックスと大差はないのではないのか。

財政赤字の対名目GDP比が戦時中のレベルに近づいている中で、消費増税を見送った場合の中長期的な財政の姿をどう描くのか。また、マイナス金利で国債を買い続ける中央銀行のバランスシートは中長期的にどのような姿になるのか、ということからいつまで目を背けていられるのであろうか。

残された時間はそれほど長くないのではないのか。

(業務調査チーム 寺坂 昭弘 : Terasaka_Akihiro@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

下方修正続く世界経済成長率予想

～グローバル経済金融レビュー 2016 年春～

<要旨>

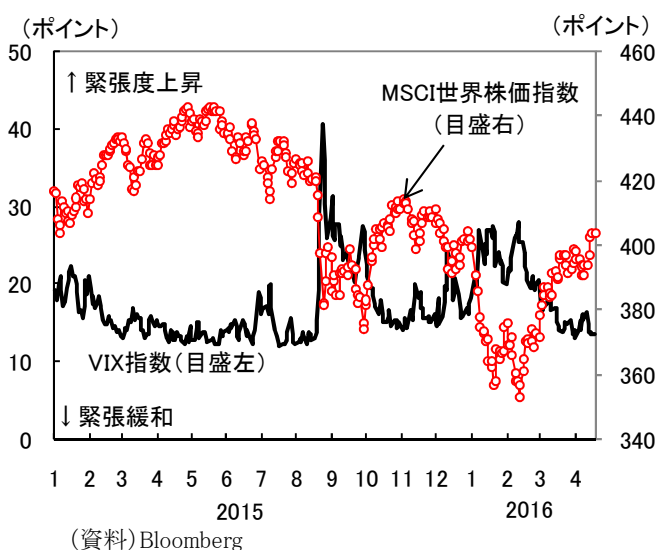
国際金融市場は、1～2月に緊張の度合いが高まった状態から落ち着きを取り戻す流れが続いており、米国経済が底堅い回復基調を維持していることもあって、世界経済全体ではこの先緩やかに成長率を戻していくというメインシナリオを描くことができる。

4月に公表された IMF の世界経済見通しも同様の内容になっているが、この成長率予想は過去数年に亘って下方修正されてきた。下方修正幅は先進国よりも新興国、とりわけ中国で大きくなっており、これが他の多くの国の成長率予想下振れにも影響してきたと見られる。中国では実勢よりも楽観的な将来見通しが定着する中で過剰設備や過剰債務が膨れ上がってきた。こういった過剰の今後の調整ペースが、世界経済の成長率見通しが更に下方修正されるかどうかを大きく左右するだろう。

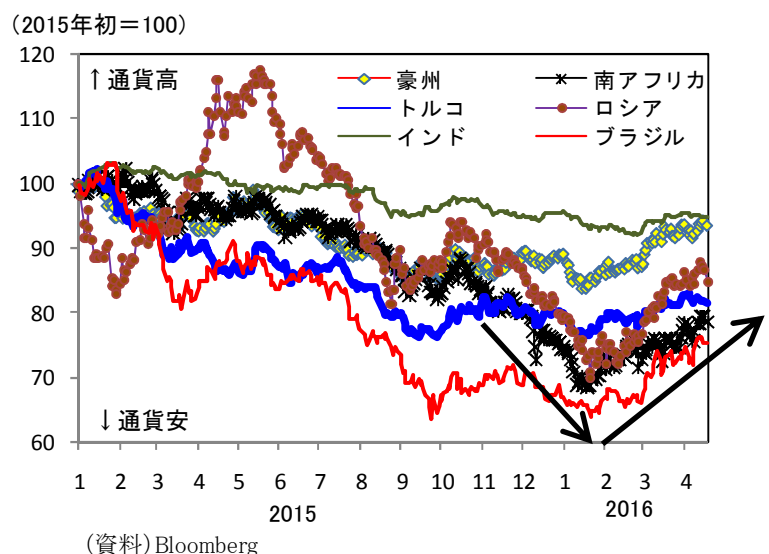
1. 落ち着いた状態が続く国際金融市場

[3か月前に公表した前回のレポート](#)では、2016 年に入ってから国際金融市場の緊張度合いが急激に高まったことに触れ、その要因として①資源価格下落が資源輸出国の経済に悪影響を及ぼす懸念、②それらの国で生じた政治不安定化・地政学的リスク、③中国経済の減速長期化、④FOMC 参加者の利上げ予想ペースが市場予想より速いことへの懸念—という複数の要因が重なったことを挙げた。その後、2月上旬には欧州の一部金融機関の経営状況に対する懸念が高まったことで緊張の度合いを増す局面もあったが、同月中旬から4月にかけて落ち着きを取り戻す流れが続き、足元では VIX 指数の低下と株価回復、そして新興国通貨の対ドルレート上昇が確認できる(図表1、2)。

図表1 VIX 指数と世界株価指数

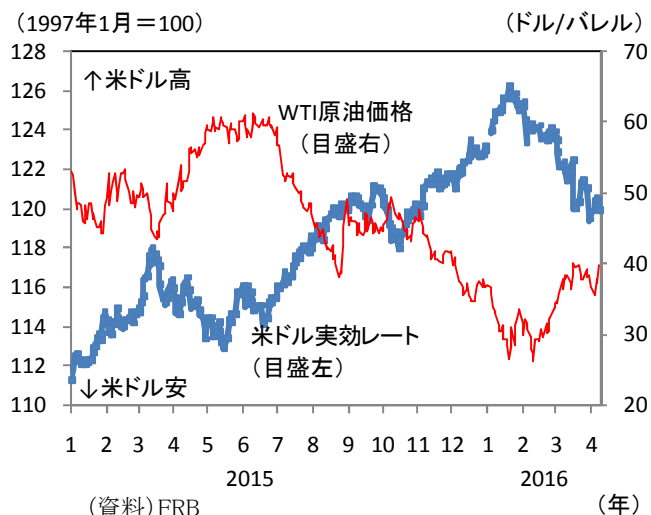


図表2 新興国通貨(対ドルレート)の動き

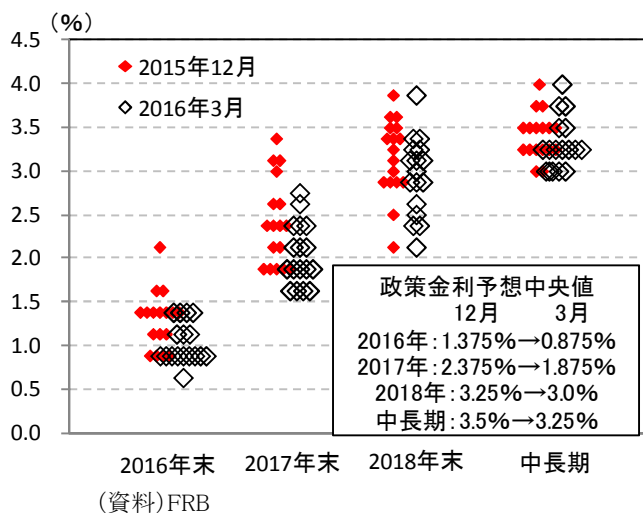


先に挙げた4つの要因の現状を見ると、中東諸国やブラジルなどの政治的・地政学的リスクが解決を見たわけではなく、1-3月期の経済成長率が前年同期比6.7%まで低下した中国経済の減速は続くなど②と③はなお残っているものの、米ドルの上昇に歯止めがかかったのと時期を同じくして資源価格が下げ止まりから上昇に転じたことで資源価格下落に対する懸念が緩和されたことと(①の解消、図表1)、3月のFOMCで参加者の利上げペースが2016年内は0.5%ポイントまで下方修正されたことで市場予想に比べて速過ぎる利上げの懸念が後退した(④の解消、図表2)ことが、金融市場の緊張緩和につながったものと見られる。

図表3 米ドル実効レートと原油価格

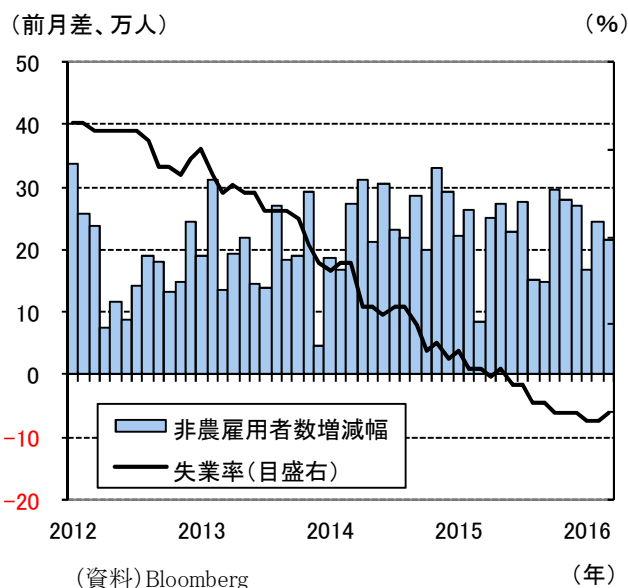


図表4 FOMC参加者の政策金利予想



世界経済の下支え役になっている米国経済は、毎月20万人前後の雇用者数増加ペースを維持するなど、依然として底堅い回復基調を維持しており、目先すぐにこの流れが反転する兆しもない(図表5)。このため、世界全体の景気は緩やかながらも回復基調を維持するという大方のコンセンサスを変更する必要はない。2016年4月にIMFが公表した世界経済見通しでも、2016年の成長率が+3.2%、2017年が+3.5%となっており、この先は米国が2%台半ばの成長率を維持する中、新興国を中心とする他経済圏の成長率も徐々に高まっていくシナリオになっている(図表6)。

図表5 米国雇用情勢の動き



図表6 IMF世界経済見通し(2016年4月)

	実績	(予測)		1月からの修正幅	
		2015	2016	2017	2015 2016
世界	3.1	3.2	3.5	0.0	▲ 0.2
先進国	1.9	1.9	2.0	0.0	▲ 0.2
米国	2.4	2.4	2.5	▲ 0.1	▲ 0.2
ユーロ圏	1.6	1.5	1.6	0.1	▲ 0.2
日本	0.5	0.5	▲ 0.1	▲ 0.1	▲ 0.5
英国	2.2	1.9	2.2	▲ 0.3	▲ 0.3
新興国	4.0	4.1	4.6	0.0	▲ 0.2
ロシア	▲ 3.7	▲ 1.8	0.8	0.0	▲ 0.8
中国	6.9	6.5	6.2	0.0	0.2
インド	7.3	7.5	7.5	0.0	0.0
ASEAN5	4.7	4.8	5.1	0.0	0.0
ブラジル	▲ 3.8	▲ 3.8	0.0	0.0	▲ 0.3

(資料) IMF

2. 「先行き改善」のまま下方修正が続く成長率予想

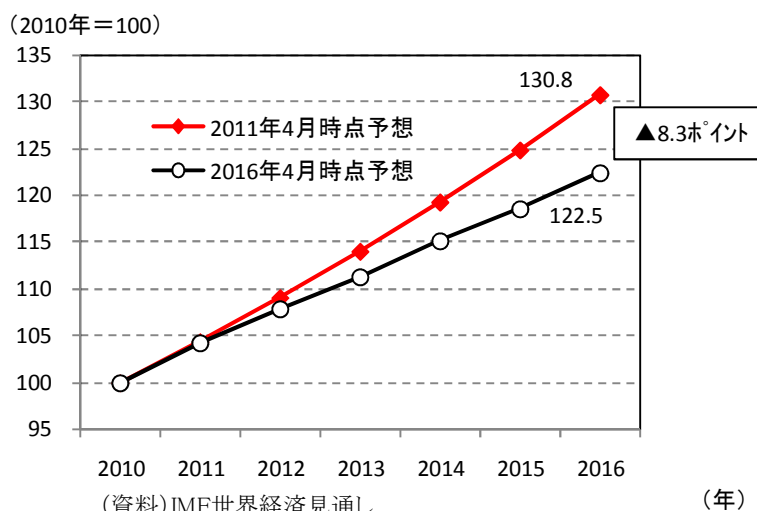
しかし IMF の経済成長率見通しは、ここ数年下方修正が続いており、「2015 年から 2016 年にかけて成長率が高まっていく」という姿は維持しているが、2016 年の成長率予想値は、5 年前の予想である +4.7% から一貫して低下している(図表7)。この結果、2010 年の実質 GDP 水準を 100 とした 2016 年の実質 GDP 水準は、5 年前は 130.8 との予想であった(2011 年 4 月時点では 2010 年から 2016 年までの 6 年間で世界経済全体が 3 割強拡大するという予想だった)が、今回公表された経済見通しの数値を基に計算すると 122.5 となり、この 5 年間で 8.3 ポイント下方修正されている(図表8)。

図表7 2015・2016 年の成長率予想変遷

(%)		
予測時点	2015年	2016年
2011年4月	4.7	4.7
2012年4月	4.5	4.6
2013年4月	4.4	4.5
2014年4月	3.9	4.0
2015年4月	3.5	3.8
2016年4月	3.1	3.2

(資料)IMF世界経済見通し

図表8 世界経済規模拡大ペースの予想変化



図表8に示した過去5年間の修正幅を地域別に見たのが図表9である。この結果からは(1)先進国の下方修正幅▲5.6 ポイントに対して、新興国は▲13.9 ポイントと相対的に大幅な下方修正になっていること、(2)新興国の中でも下方修正幅が特に大きいのがロシア・ブラジルと中国であることが指摘できる。ロシアとブラジルの大幅な下方修正には、資源価格の下落や政治面での不安

図表9 2016 年の世界実質 GDP 予想水準比較

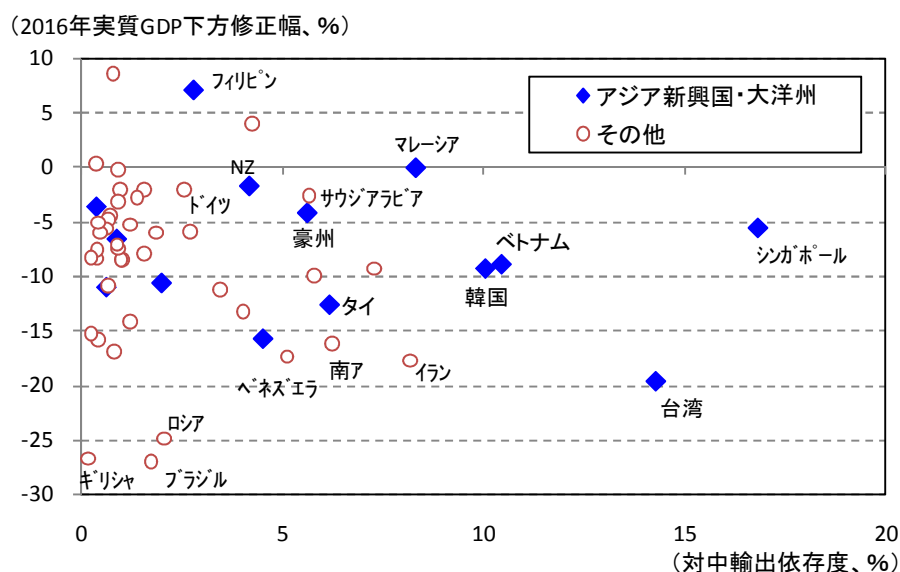
(2010年=100)			
	2011年4月時点の 予想水準	2016年4月時点の 予想水準	変化幅
世界	130.8	122.5	▲ 8.3
先進国	115.7	110.1	▲ 5.6
米国	117.7	113.2	▲ 4.4
日本	109.5	103.6	▲ 5.9
ユーロ圏	111.1	104.5	▲ 6.6
新興国	146.9	132.9	▲ 13.9
アジア	163.1	149.2	▲ 13.9
中国	172.5	155.1	▲ 17.5
ASEAN-5	140.8	134.1	▲ 6.7
欧州新興国・中東欧	125.7	120.8	▲ 4.8
CIS	130.7	107.6	▲ 23.1
ロシア	128.8	104.0	▲ 24.8
南米・カリブ	127.0	112.2	▲ 14.8
ブラジル	128.0	101.0	▲ 27.0

(資料)IMF世界経済見通し

定化に加えて、米国利上げによる資金流出懸念で金融情勢が悪化したことが影響している。そして中国は、5年前の 2016 年予想成長率は+9.5%から、+6.5%まで低下した結果、2016 年水準は▲17.5 ポイントの下方修正となった。リーマン・ショック直後に実行に移された大規模な経済政策(いわゆる「4兆元投資」)が、同国の過剰設備のみならずシャドウ・バンキング問題といった金融面での歪みをもたらし、その調整が必要になったことが明らかになる中で、高成長の維持期待が後退していったものと理解できる。

ブラジルとロシアの 2015 年名目 GDP が2国合わせて3兆ドル程度であるのに対して、中国は単独で 10 兆ドルに達していることを踏まえると、中国の予想経済成長ペースが大幅に下方修正されたことで、他の国にも同様の影響を及ぼしている可能性が高い。そこで、2015 年の名目 GDP が 1,000 億米ドルを超える国を対象に、対中輸出依存度(GDP に占める対中輸出金額の比率)と、過去5年間における 2016 年の実質 GDP 水準下方修正幅の関係を見ると、対中輸出依存度が高い国ほど GDP 水準の下方修正幅が大きくなっており、この傾向は中国に地理的に近いアジア新興国に限らず、他の地域でも確認できる(図表 10)。政府債務問題で大幅に経済情勢が悪化したギリシャや、政治面の不安定要因が実体経済に影響したロシア・ブラジルなど、下振れ要因は一つだけではないとしても、中国経済成長ペースの下方修正が、貿易ルートを通じて広い範囲に影響を及ぼしていることが推察できる。また、対中輸出依存度が比較的高くても現時点で下方修正幅が小さいドイツやサウジアラビアなどは、今後下方修正される可能性がある。

図表 10 対中輸出依存度と 2016 年 GDP 予想変化



(注) 縦軸は2010年を100とした2016年の実質GDP予想水準が、2011年4月時点の予想水準から2016年4月までにどの程度修正されたかを示す。

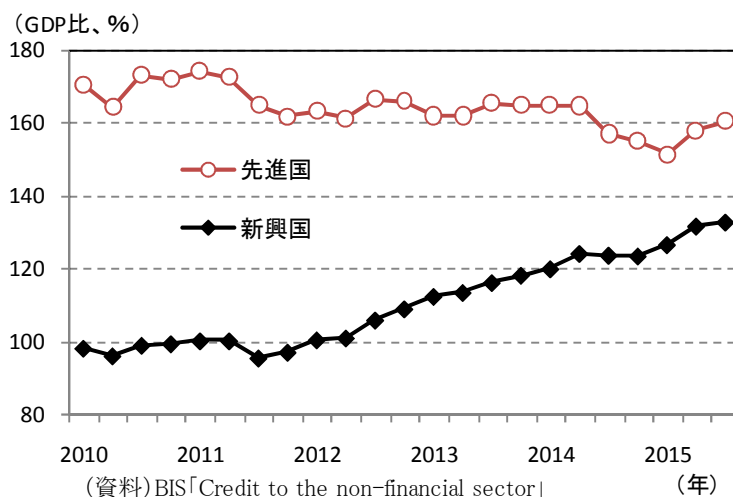
(資料) IMF世界経済見通し、UNCTAD

3. 更なる下方修正の可能性と分岐点

一般的に、実勢を上回る成長見通しがある程度の期間定着すると、その間に楽観的な見通しに基づく固定資産投資が大幅に増える。しかしこの状態が永続することはなく、いずれは過剰設備と過剰債務の存在が認識されるに至り、その後はバランスシート調整が始まって投資が抑えられ、

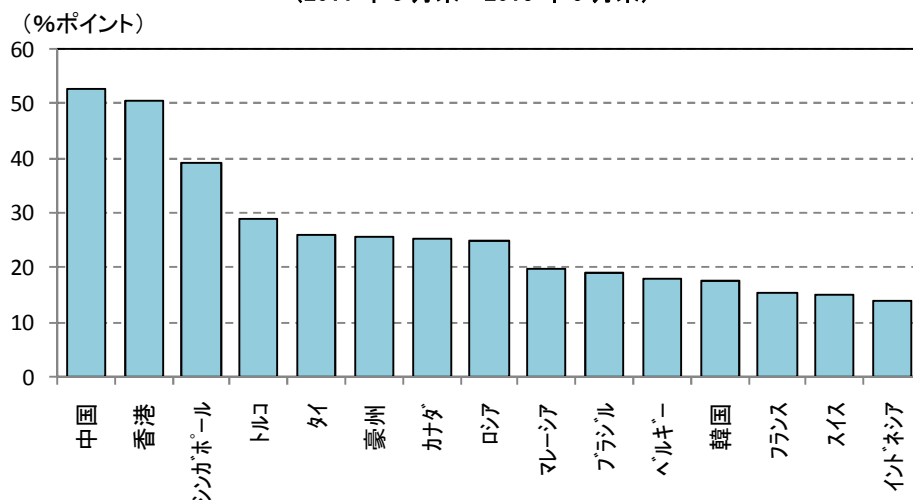
経済成長率に下押し圧力がかかり始める。国際決済銀行(BIS)のデータから民間部門信用残高 GDP 比率の動きを見ると、先進国で 2010 年以降横ばいから緩やかな低下基調にあるのに対して、新興国は明確に上昇している。リーマン・ショック以降の世界的な金融緩和も、新興国民間部門の負債増加を促す材料になっただろう。この動きと、前掲図表 9 で見た新興国の成長パスが先進国よりも大幅に下方修正されたという事実を合わせて考えると、新興国では過去数年で膨れ上がった債務残高の調整が、経済成長のパスを下振れさせ始めた可能性がある(図表 11)。

図表 11 先進国・新興国の民間部門債務 GDP 比率



その筆頭が中国である。2011 年から最近までの民間部門債務の GDP 比率を国別にみると、中国と香港が突出している(図表 12)。鉄鋼業などを中心に、既に過剰設備の存在が共通認識になっていることを踏まえると、正確な水準を特定することはできないが、過剰債務が存在すると判断するのが妥当だろう。この先バランスシート調整が進めば、固定資産投資を中心とする需要の減少を通じて、その悪影響は中国のみならず他の国にも波及していく。そして、その影響が大きくなれば、中国景気の下振れという外的要因で期待成長率が下振れ、その結果過去数年間に増加してきた債務が過剰となって、成長率予想が更に下方修正される可能性が高まる。

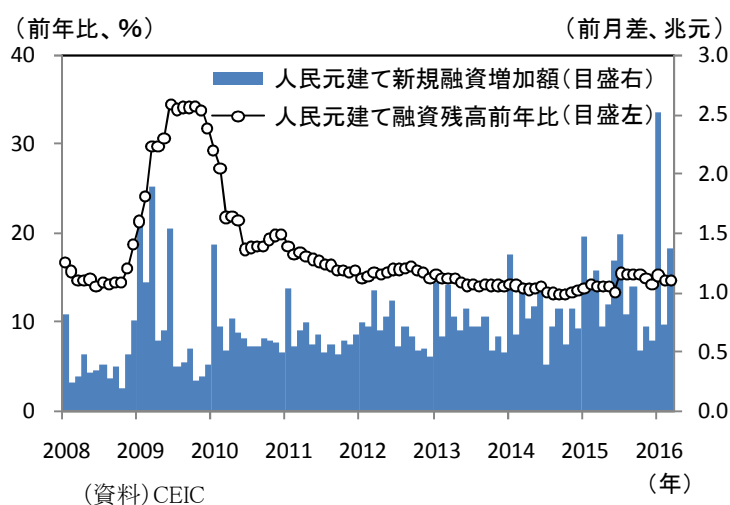
図表 12 国別に見た民間部門債務 GDP 比率の変化幅
(2011 年 3 月末⇒2015 年 9 月末)



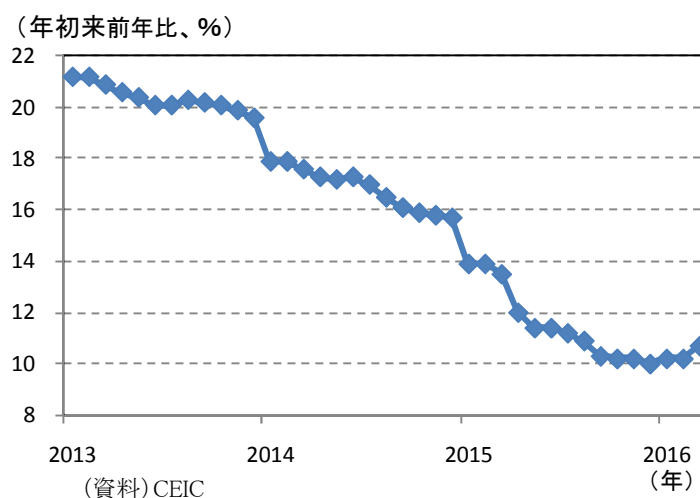
このように多くの国にとって中国経済の重要性は高くなった結果、中国民間部門のバランスシート調整の動きは、新興国と資源国の成長率予想の更なる下方修正がなされるかどうかを見る上で重要なポイントであり続けよう。

今のところ2016年に入ってからの新規融資額の増加は続いており、残高の伸びも維持されている(図表13)。そして過去数年に亘って低下し続けてきた固定資産投資額の伸び率はようやく底を打ち始めていることから、政策当局の意向としても景気重視のスタンスを取っているものと解釈できよう(図表14)。この状態が変わらなければ、周辺新興国の成長見通しがこの先大幅に下方修正される可能性は低いと見られる。この先、中国政策当局が財政支出を増やす姿勢をより明確にした場合は、より上振れやすくなるだろう。

図表13 中国における融資額の動き



図表14 中国固定資産投資伸び率の推移



但しその場合、中国における民間部門のバランスシート調整圧力が進むわけではなく、言い換えれば一時的に問題の先送りを図ったに過ぎない。このため、2015年8月や2016年初めに生じたような、中国要因で国際金融市場の緊張の高まりと世界経済の下振れ懸念が強まる可能性は残ることとなる。

(経済調査チーム 花田 普: Hanada_Hiroshi2@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

マイナス金利政策の国内設備投資への影響

＜要旨＞

日本銀行による量的・質的金融緩和政策(QQE)導入以降、円安の追い風を受け企業業績が上向いているものの、設備投資額の水準は過去のバブル期、リーマンショック前の水準には回復していない。今回のマイナス金利政策導入に際し日本銀行が意図している効果の一つに、実質金利の引き下げを通じた国内企業の投資需要喚起がある。

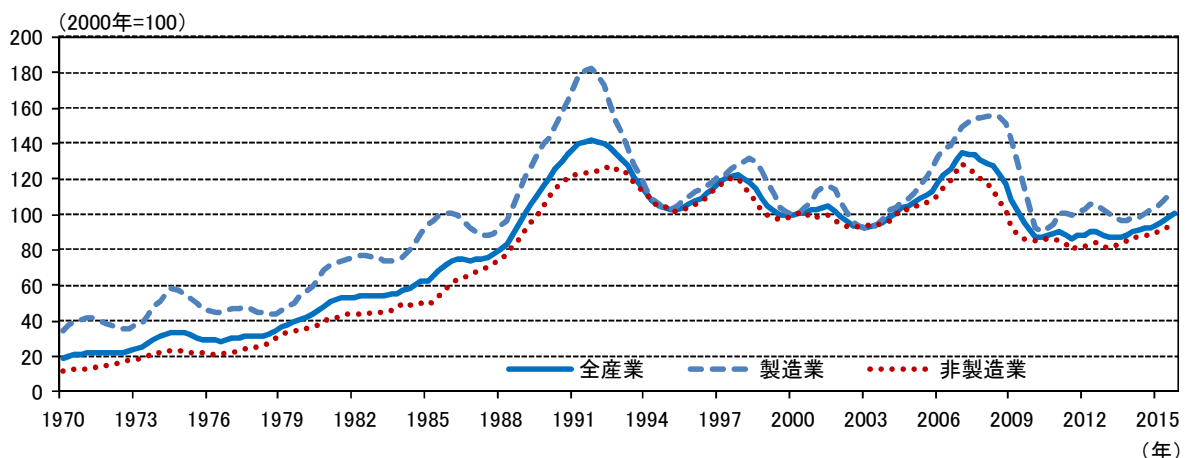
しかし国内企業の投資行動を分析すると、足元では実質金利低下が投資行動に与える影響は不安定になっていることから、マイナス金利導入による実質金利低下の投資需要喚起効果はそれほど見込めず、投資行動の促進には企業の先行き判断が重要な要素となっていることが分かった。マイナス金利政策は企業にとって資金調達の緩和的環境を作りだすが、企業の投資行動を促進する為には、構造改革により日本経済の持続的な成長を達成し、企業の国内需要への成長期待を高めていくことが必要となろう。

日本銀行は景気と物価上昇基調の減速を受け、2016年1月にマイナス金利導入を決定した。その目的の一つは国内の投資需要低迷に対する実質金利引き下げによる企業の設備投資喚起である。そこで本稿では、マイナス金利政策が企業の設備行動に与える影響を考察する。

1. 伸び悩む設備投資額

まず、法人企業統計による設備投資額を製造業と非製造業に分けて見ると、足元で持ち直しの兆しは見えるもののバブル期とリーマンショック前の水準と比較すると依然として低い(図表1)。規模別で見ると製造業、非製造業とも中堅・中小で持ち直しの姿が明確に出ている一方、大企業は依然として力強さに欠ける状況である(次頁図表2)。

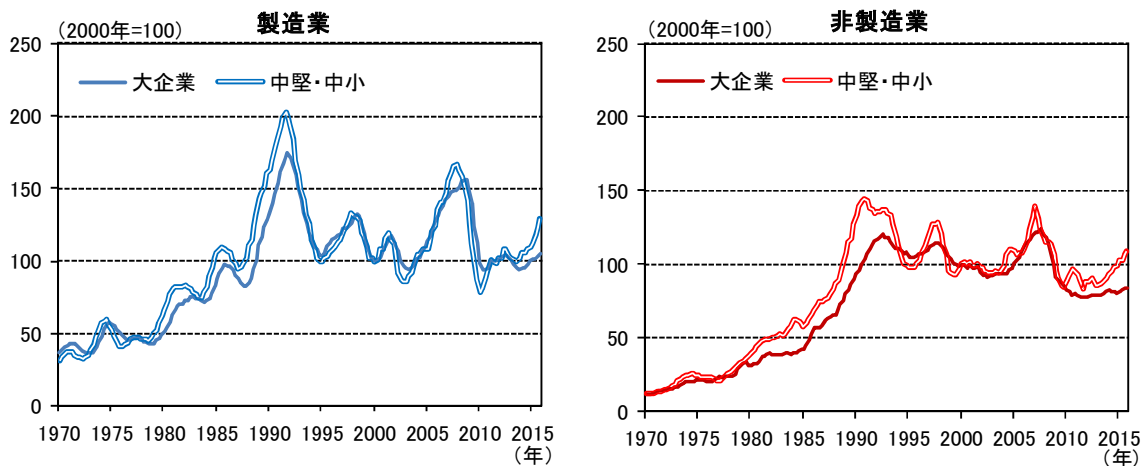
図表1 設備投資額指数(業種別)の推移



(注)設備投資額は後方4四半期移動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。

(資料)財務省『法人企業統計調査』

図表2 設備投資額指数(規模別)の推移



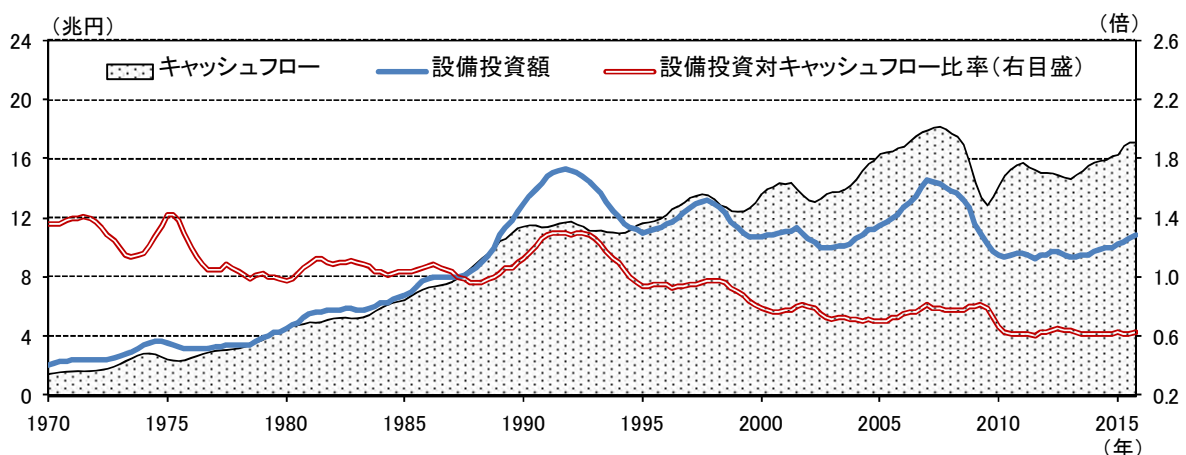
(注) 設備投資額は後方4四半期移動平均を使用。資本金10億円以上を大企業、10億円未満を中堅・中小企業と分類した。いずれも金融・保険業は除く。

(資料) 財務省『法人企業統計調査』

2. 企業業績は好調も設備投資加速の兆候はない

2013年4月の日本銀行による量的・質的金融緩和政策(QQE)の実施以降、日本円の対ドルレートは大幅な円安になり企業の業績を後押しした。これはキャッシュフロー(=経常利益×0.5+減価償却費)がリーマンショック前とほぼ同水準にまで回復していることから確認できる(図表3)。キャッシュフローの増加に伴い設備投資額も伸びているが、設備投資対キャッシュフロー比率を見ると、90年代初頭から下がり続け、足元ではほぼ横ばい(0.6倍程度)で推移しており、企業の投資行動が大幅に加速している訳ではない。こうした状況は規模別・産業別に見ても確認できる(次頁図表4)。業種別、規模別共にキャッシュフローの増加に伴い設備投資が上向いている姿が見てとれるものの、設備投資対キャッシュフロー比率は足元横ばい程度で推移している。

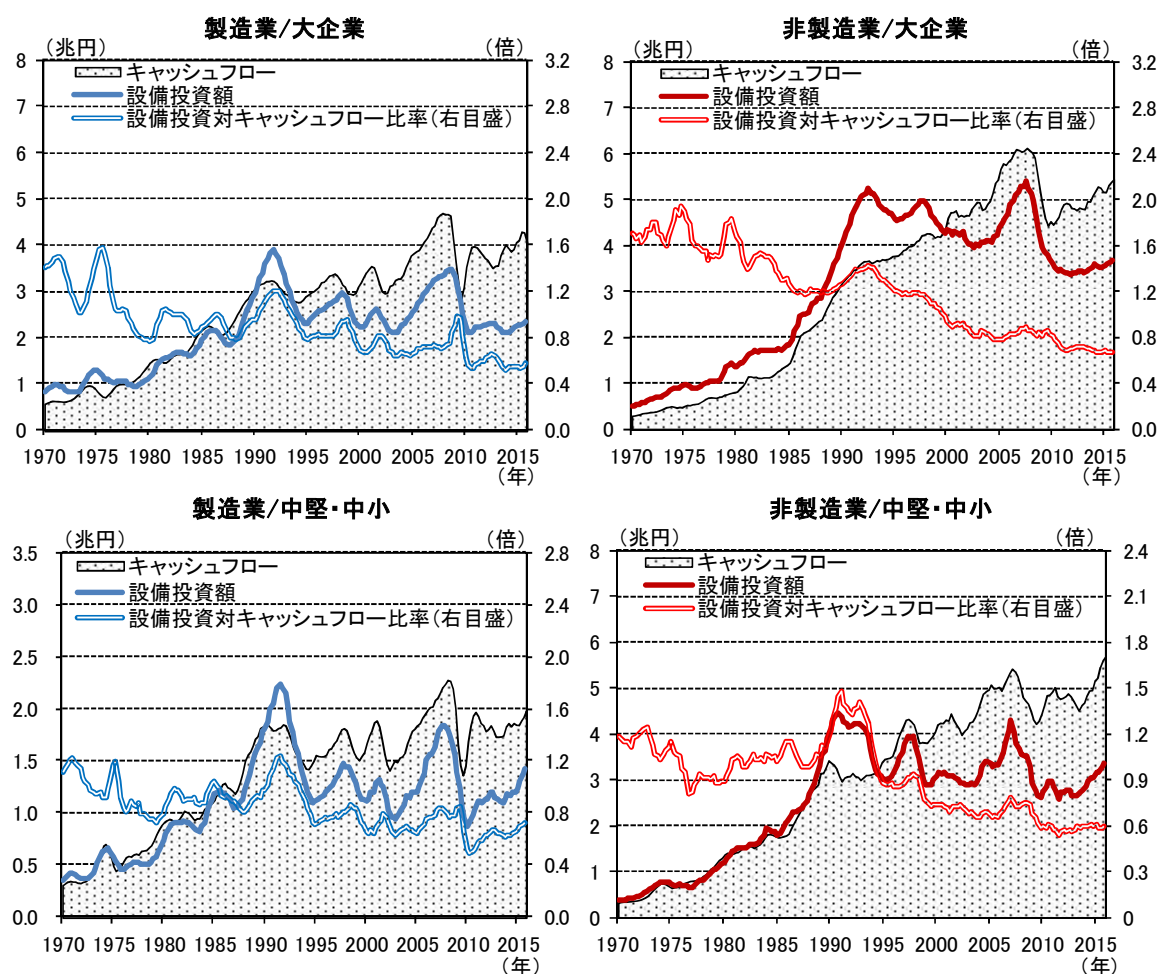
図表3 キャッシュフローと設備投資額(全産業)の推移



(注) キャッシュフロー=経常利益(当期末)×0.5+減価償却費(当期末償却固定資産)。設備投資対キャッシュフロー比率=設備投資額÷キャッシュフロー。設備投資額、経常利益、減価償却費は後方4四半期移動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。

(資料) 財務省『法人企業統計調査』

図表4 キャッシュフローと設備投資額(規模/産業別)の推移



(注) キャッシュフロー＝経常利益(当期末)×0.5+減価償却費(当期末償却固定資産)。設備投資対キャッシュフロー比率＝設備投資額÷キャッシュフロー。設備投資額、経常利益、減価償却費は後方4四半期移動平均を使用。いずれも金融・保険業は除く。

(資料) 財務省『法人企業統計調査』

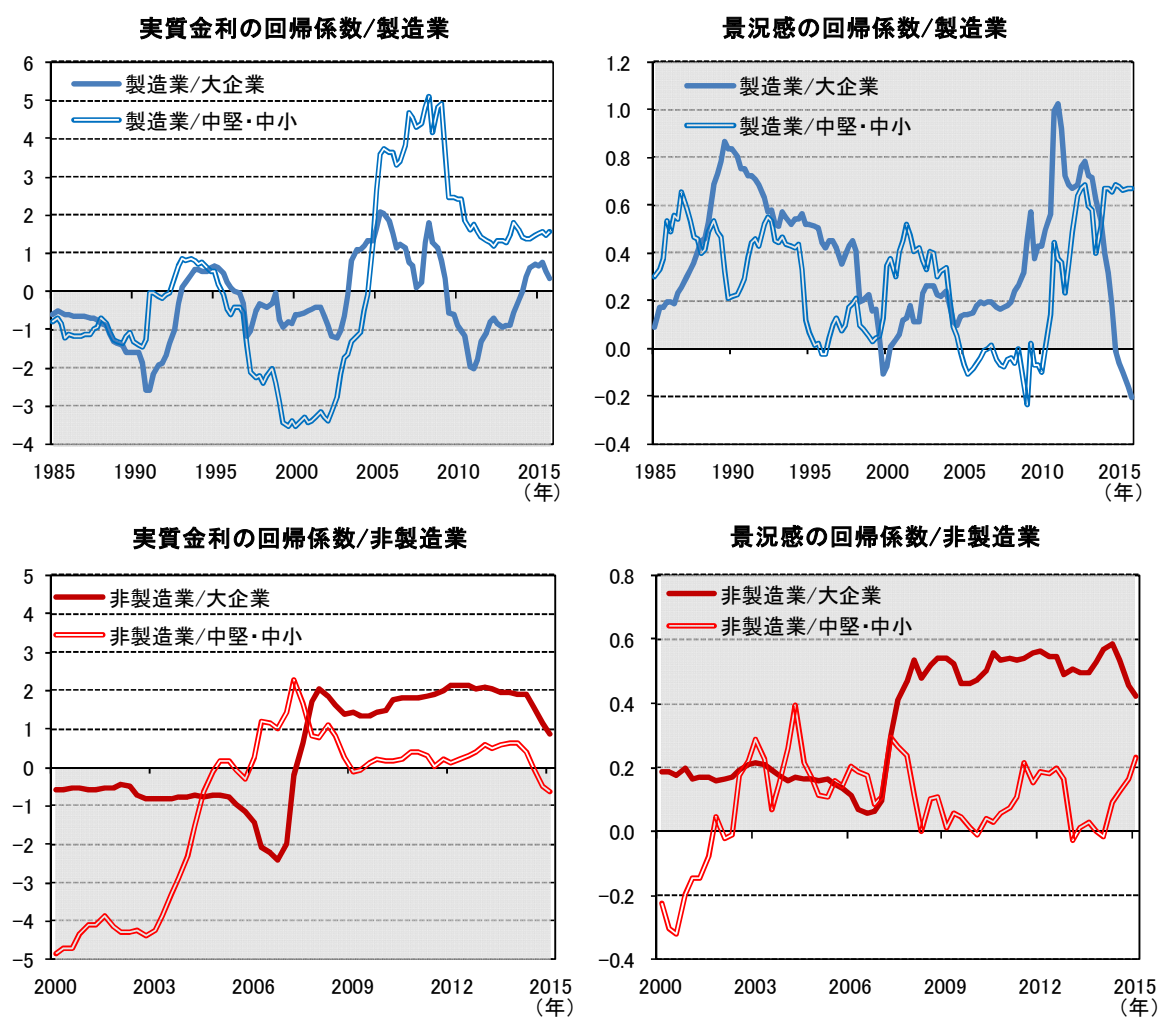
3. 実質金利が企業の設備投資行動に与える影響

以上のような状況の中で日銀は、実質金利の更なる低下による企業の投資需要の喚起を目的の一つとしてマイナス金利導入を決定した。この政策が企業の投資行動をどの程度加速させるのであろうか。

そこで実質金利を変数の一つとする設備投資関数¹を推計し、実質金利の回帰係数の推移を見ることにより設備投資への効果を検証する。

¹ 推計の詳細については、＜付注＞を参照のこと。

図表5 実質金利と景況感の回帰係数の推移



(注) 網掛け部分は回帰係数が想定通りの効果を持つ範囲を表す。推計の詳細については、＜付注＞を参照のこと。

(資料) 財務省『法人企業統計調査』、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』、『企業物価指数』、『金融経済統計月報』

実質金利の回帰係数の動きを見ると、製造業は大企業、中堅・中小ともに1992年から1996年の一部の期間を除き、1980年代後半から2000年代前半まではほぼマイナス圏内で推移し、想定通り実質金利の上昇が投資を抑制するという結果が得られた。しかし、リーマンショック前の2004年前後からプラス圏で推移するようになり、実質金利の上昇が逆に投資を促進する結果となっている(図表5)。次に非製造業の回帰係数の動きを見ると、大企業はリーマンショック前後、中堅・中小は2005年頃にプラス圏で推移し想定とは逆の効果を示している。

また推計した設備投資関数の変数のうち、企業の先行きの判断を表す景況感の回帰係数の動きに注目すると、製造業/大企業の足元の期間、製造業/中堅・中小の2009年頃、非製造業の2000年代初頭の一部を除き、ほぼプラス圏内で推移しており、企業の先行きの判断が上向けば投資を促進するという関係があることが分かる。

以上の推計結果から、実質金利が企業の投資行動に影響を与える効果は一定ではなく、回帰係数は、製造業は1992年から1996年、2004年前後、リーマンショック前後の3期間、非製造業は2005年頃とリーマンショック前後の2期間でその効果が変化していることが見て取れる。また、

足元でも実質金利の回帰係数は想定とは逆の効果を示しており、実質金利の低下が企業の設備投資需要を喚起するという効果は見込みづらい結果となった。一方で企業の先行き判断が上向けば設備投資を促進するという関係は安定しており、設備投資需要の喚起の為には重要な要素であることが分かった。

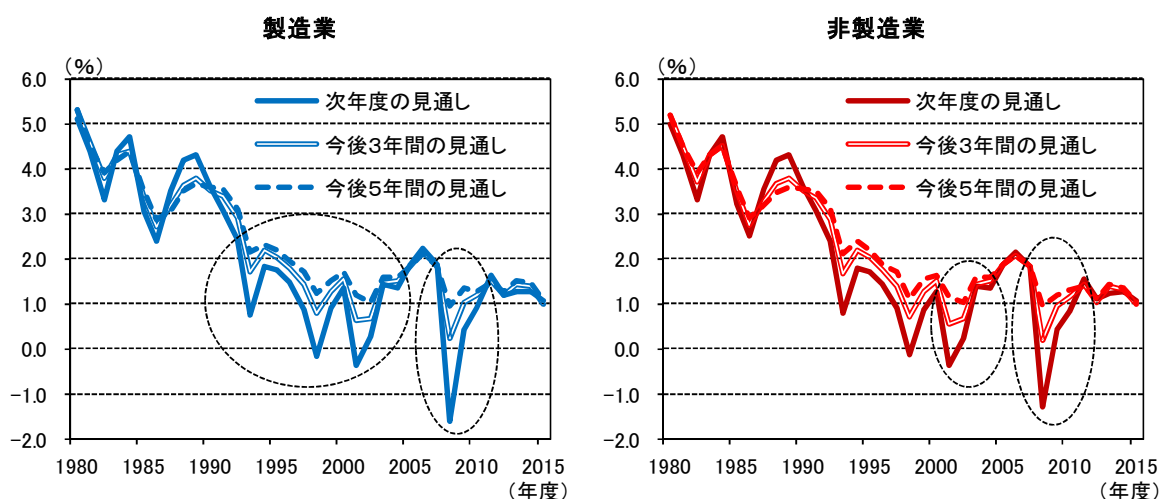
4. まとめとこの先の展望

実質金利の低下は企業が設備投資を決定する際の一要素にすぎない。企業の先行き判断と投資行動の関係を見ても、国内需要の成長見込みが低く、投資に対して十分な採算が取れないと企業が判断するのであれば、実質金利低下による投資需要刺激効果は相殺され設備投資は伸びないと考えられる。

上述の実質金利の回帰係数の変化があった製造業の3期間と非製造業の2期間を、企業のアンケート調査による実質経済成長率の見通しと比較してみると、見通しが大きくマイナスに落ち込むショックを経験した時期とほぼ一致しており、この時期を境に実質金利低下に対して設備投資が反応しにくくなっていることが分かる(図表6)。また、足元では、製造業、非製造業共に今後5年間の見通しも落ち込んでおり、企業の年度計画における設備投資額の伸び率も、製造業/大企業を除きほぼ横ばいとなっている(図表6、次頁図表7)。

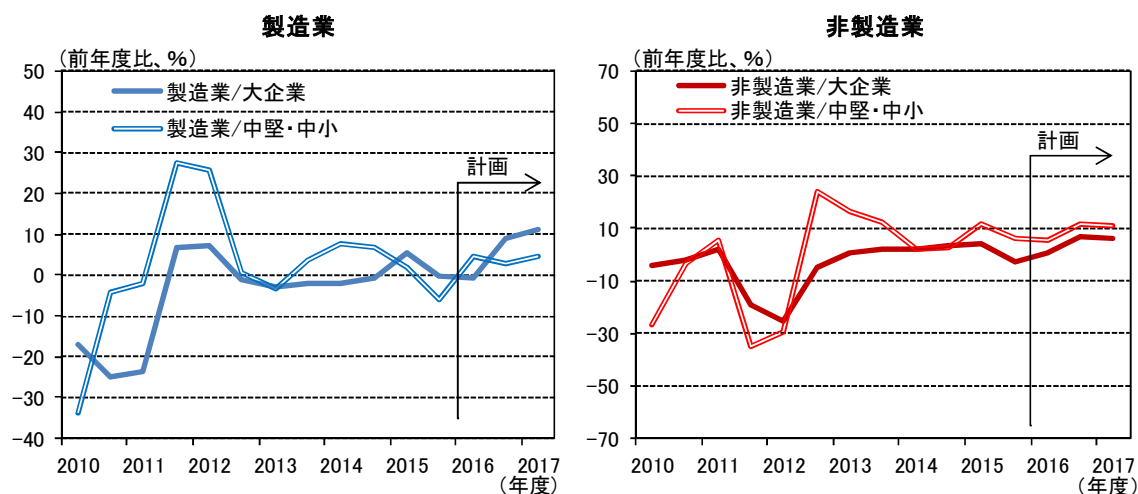
こうした観察からは、マイナス金利政策により今後実質金利が低下しても、企業の設備投資が大幅に上向いていくとは考えにくい。マイナス金利政策は企業にとって資金調達の緩和的環境を作りだすが、企業の投資行動を促進する為には、構造改革により日本経済の持続的な成長を達成し、企業の国内需要への成長期待を高めていくことが必要となろう。

図表6 我が国の実質経済成長率



(資料)内閣府『企業行動に関するアンケート調査』

図表 7 設備投資額(年度計画)(含む土地投資額、除くソフトウェア投資額)伸び率の推移



(注) 中堅・中小企業については設備投資額を合算した上で伸び率を計算している。

(資料) 日本銀行『全国企業短期経済観測調査』

経済調査チーム 加藤 秀忠 : Kato_Hidetada@smtb.jp)

<付注>

推計式は以下の通りである。

設備投資額(対前年増減率)

$$\begin{aligned}
 &= \text{キャッシュフロー(対前年増減率)} + \text{キャッシュフロー(対前年増減率)}(t-1) \\
 &\quad + \text{設備過剰感} + \text{景況感} + \text{負債比率(対前年増減差)} \\
 &\quad + \text{負債比率(対前年増減差)}(t-1) + \text{実質金利} + \text{切片}
 \end{aligned}$$

(t-1)は1四半期前のデータを使用していることを意味する。設備過剰感と景況感には、日本銀行『全国企業短期経済観測調査』の生産・営業用設備DIと業況判断DI(次期予測)をそれぞれ使用した。なお中堅・中小企業のDI値は、中堅企業と中小企業の算出平均を用いている。実質金利は長期プライムレート・企業物価指数上昇率(対前年増減率)で算出した。

推計に使用したサンプル期間は製造業については、1974年第3四半期～2015年第4四半期、非製造業については1990年第4四半期～2015年第4四半期である。いずれも推計に使用するサンプルを40四半期に固定して、推計期間の始期と終期を1四半期ずつ後方にずらしながら逐次的に推計を行うローリング回帰分析により推計を行った。

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

スイスに見るマイナス金利の効果と副作用

＜要旨＞

スイスでは、日本に先立つ 2014 年 12 月のマイナス金利政策導入から現在迄に、約 1 割のスイスフラン高が進んだ。過度の通貨高回避という政策効果は実現しておらず、経済規模の大きいユーロ圏の異例の金融緩和継続もあり、今後もスイスフラン高が続きやすい。その一方で、資金の循環を停滞させる現金退蔵という副作用もみられる。

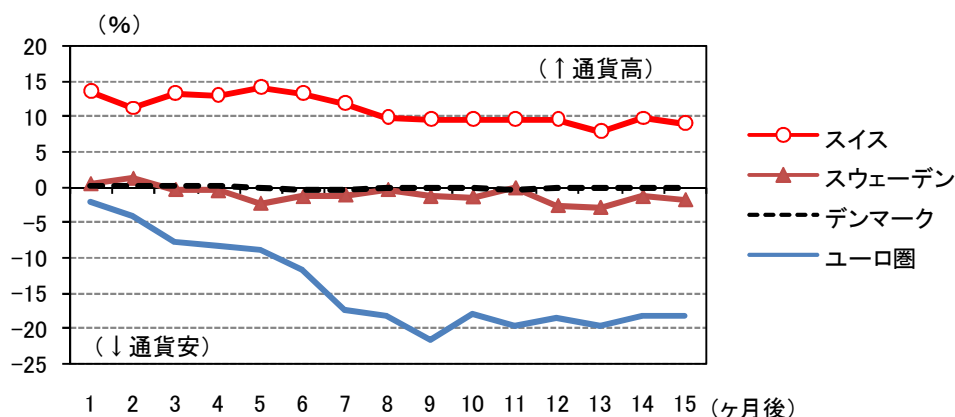
自国と海外主要国の金融政策の相対感がマイナス金利政策の成否を左右しうる構図は、ユーロ圏に追随せざるを得ないスイスだけではなく、円高が進み 2% の物価目標達成が遠のきつつある一方で、金融市場の流動性低下等のマイナス金利政策の副作用への懸念も出始めている日本にも当てはまる可能性がある。

欧州ではユーロ圏をはじめ複数国が、日本に先立ちマイナス金利政策（市中銀行の中銀預金へのマイナス金利）を導入している。その中でも、過度な通貨高回避という政策効果は顕在化していない一方で、現金退蔵の動きがみられるスイスの状況について考察する。

1. マイナス金利政策後も続くスイスフラン高

マイナス金利政策を導入する欧州諸国の中でも、スイスは政策導入後に自国通貨高が進んだ点では際立っている（図表 1）。スイス国立銀行（スイス中銀）は 2015 年 1 月に、2011 年から続けてきた 1 ユーロ＝1.2 スイスフランでの無制限のユーロ買い・スイスフラン売りの為替介入を中止した。マイナス金利政策は無制限為替介入の中止前の 2014 年 12 月に発表され、その後はマイナス金利政策と適時の為替介入の組み合わせで過度のスイスフラン高に対処することとなった。しかし、現在も 2014 年 12 月末と比較して約 1 割スイスフラン高の水準にあり、政策効果が顕在化したとは言えない。

図表 1 各国マイナス金利政策導入後の為替変化



（注）各国マイナス金利導入時点からの為替変化率。ユーロ圏は対米ドル、その他は対ユーロ為替。

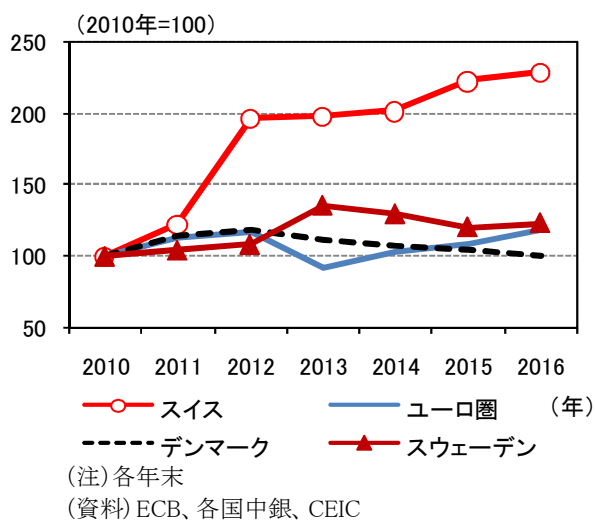
（資料）Bloomberg

この過程でのスイスフラン売り介入により、外貨準備残高は 2014 年 12 月末から約 1 割増加し、無制限為替介入開始前の 2010 年末と比較すると 2.3 倍の水準で高止まりしている(図表 2)。

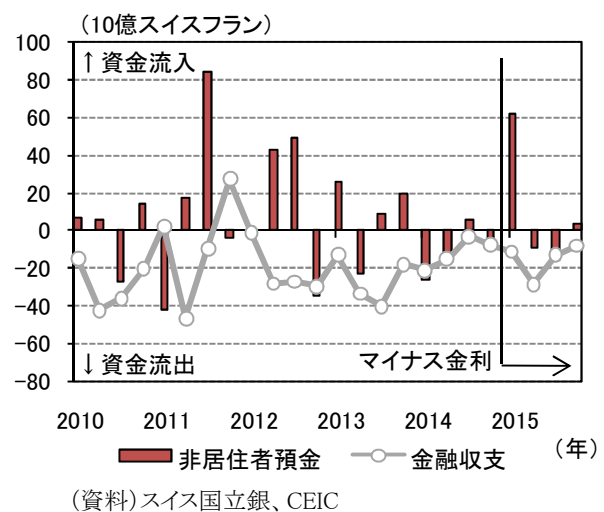
マイナス金利政策には、国外からの資本流入を抑制することによる本国通貨高圧力の低下効果も期待されるにもかかわらず、民間資本(非居住者預金)の流入というスイスフラン高要因が継続し、これに為替介入で対応した結果、外貨準備残高の高止まりに繋がったと考えられる。

具体的には、経常収支黒字国のスイスでは、金融収支全体はほぼ一貫して赤字(資本輸出)であるものの、金融収支の一部となる非居住者預金は、マイナス金利政策導入直後の 2015 年第一四半期に 618 億スイスフラン(約 7 兆円)と大幅な資金流入となり、2015 年通年でも同じく資金流入となった(図表 3)。

図表 2 各国外貨準備残高の動き

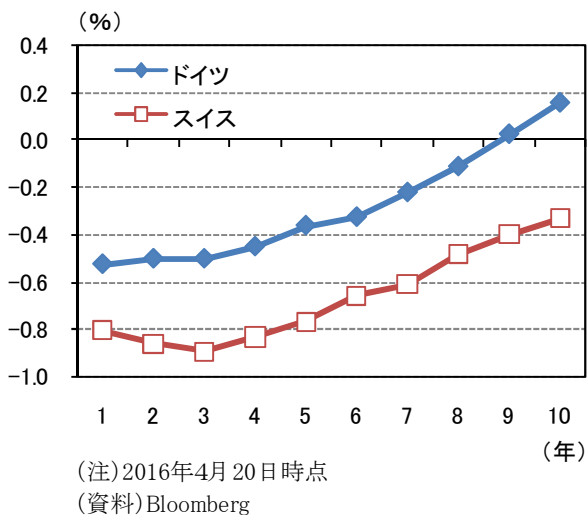


図表 3 国際収支の動き

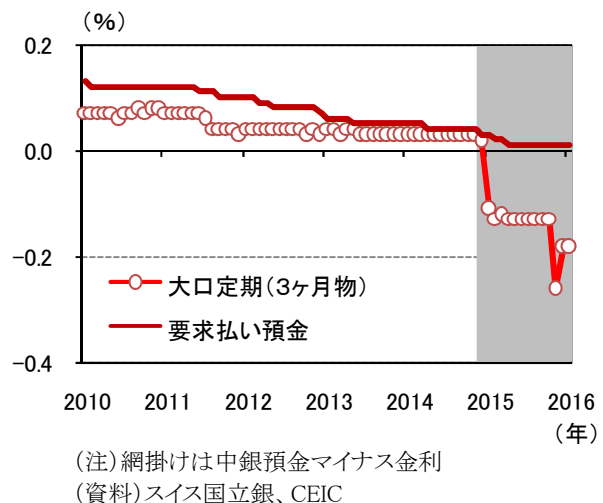


マイナス金利政策は、国債利回り等の市場金利だけでなく預金金利も低下させた。スイスの国債利回り水準は、各年限でドイツ国債よりもマイナス利回り幅が大きい。預金金利では、要求払い預金金利はプラスを維持しているもののゼロ近傍にまで低下し、10 万スイスフラン(約 1,100 万円)以上の大口定期預金金利は 2015 年 1 月以降マイナスとなっている(図表 4・5)。

図表 4 国債利回り曲線



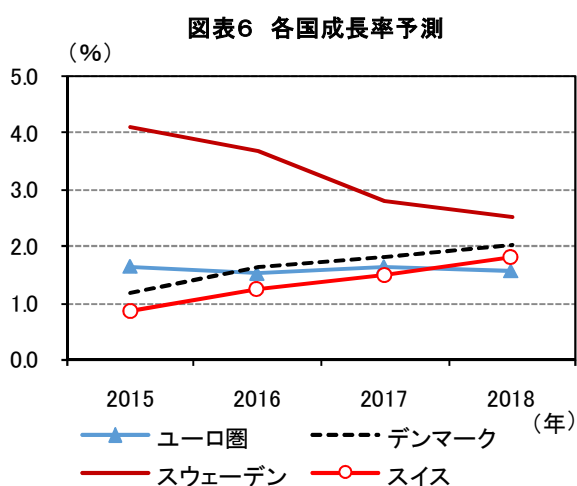
図表 5 預金金利の動き



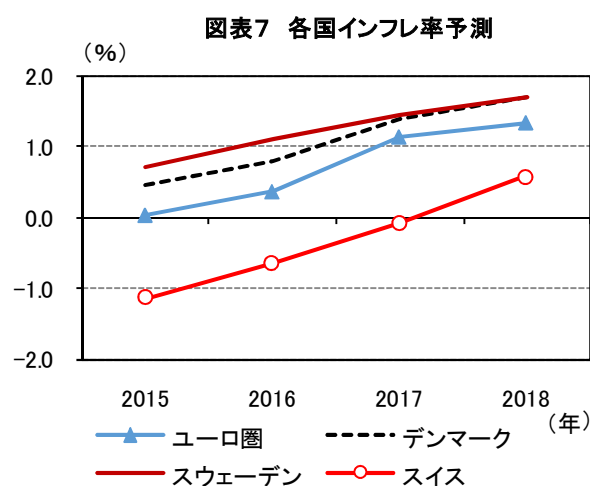
それにもかかわらず、非居住者預金が入流したのは、国外投資家からみてスイスフラン高によるメリット(為替差益)が、ゼロ金利・マイナス金利のデメリットを上回ると判断されたためであろう。また、より安全性の高いスイス国債への証券投資ではなく、預金を選択されたのは、国債マイナス利回りのデメリットを回避するためと推定される。

経済規模ではスイスの 17 倍を誇るユーロ圏の異例の金融緩和継続を受けて、スイスとしては、過度な通貨高による輸出下押しや、輸入物価低下によるデフレ懸念の高まり等の経済への悪影響を回避するために、ユーロ圏に追随してマイナス金利政策を継続せざるを得ない。しかし、スイスフランはリスクオフ局面には安全通貨として選択されやすいこともあり、当面はスイスフラン高が続きやすい状況にあると考えられる。

これまでのスイスフラン高もあり、2016 年、17 年のスイスの成長率、インフレ率の予測値は、欧州のマイナス金利政策導入諸国の中でも低めである。特に、2016 年のインフレ率予測は -0.6%、2017 年は -0.1% であり、デフレ継続が懸念される(図表 6・7)。



(資料) IMF 世界経済見通し 2016 年 4 月



(資料) IMF 世界経済見通し 2016 年 4 月

2. 現金退蔵の副作用も

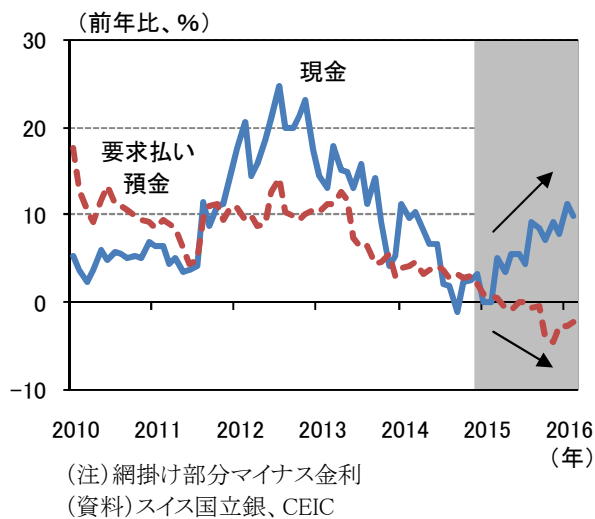
スイスでは、①預金金利のゼロ金利、マイナス金利化、②デフレ継続懸念、③スイスフラン高持続の見通しが重なった結果、現金需要増加の動きがみられる。この内、①は預金保有の機会コストを上昇させ、②と③は、スイスフランの価値が対内購買力の面でも、また対外的にも毀損しにくい環境を提供することで現金保有を促しやすいと整理できる。

実際に、2014 年 12 月のマイナス金利政策導入後に市中現金残高が増加しているだけでなく、現金の代替資産である要求払い預金残高が減少していることから、経済成長に伴う現金増加にとどまらない現金需要の増加があると推定できる(次頁図表 8)。

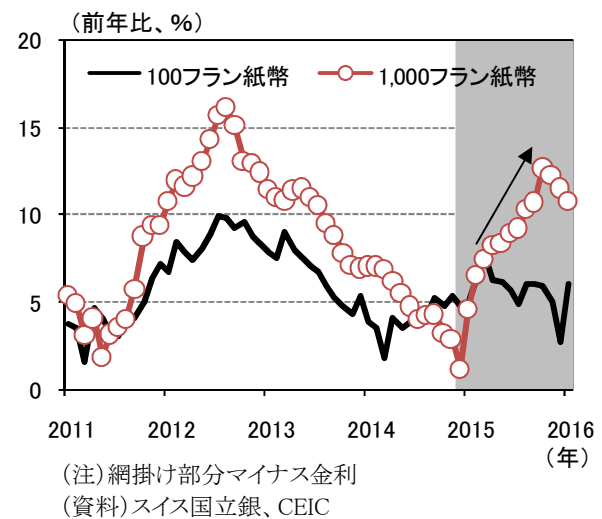
スイスにおける現金保有の動きを、紙幣の券種別にみると、決済手段としても保有される 100 スイスフラン紙幣(約 1 万円)残高の変化率推移と比較して、最高額紙幣の 1,000 スイスフラン(約 11 万円)残高の変化率はマイナス金利政策導入後顕著に高まり、2015 年 10 月には前年比 +12.7% に達した。この動きは、現金退蔵を示唆するものであり、資金の循環を停滞させることからマイナス金利政策の副作用と言える。ちなみに、1,000 スイスフラン紙幣の需要は、2012 年の欧州債務危

機により信用不安が高まった時期にも増加した。しかし、2015 年の同紙幣の動きは、要求払い預金残高の減少を伴っている点が 2012 年当時とは異なる(図表8・9)。

図表8 現金・要求払い預金の動き



図表9 券種別現金残高の動き



3. まとめと日本への示唆

スイスの事例が示しているのは以下のことである。

第一に、自国通貨売りの為替介入は理論的には限界がないとは言え、現実には為替リスクの存在を踏まえると、無制限為替介入による外貨準備残高増加・中銀バランスシート拡大の持続可能性には限界があること。第二に、マイナス金利政策と適時の為替介入の組み合わせは、1年以上経過しても、過度なスイスフラン高回避という政策効果を実現できない一方で、資金の循環を停滞させる現金退蔵という副作用も生じていること。第三に、政策効果実現の成否は、ユーロ圏の異例の金融緩和の今後の動向にも左右されること—以上の3点である。

日本でもスイス同様、将来的に中銀預金金利のマイナス幅拡大や国債の大量買入の限界が意識される可能性は否定できない。また、米国の利上げ予想ペースが鈍化したこともあり円高が進み、2%の物価目標達成はさらに遠のきつつある一方で、足元では金融市場の流動性低下等のマイナス金利政策の副作用拡大に対する懸念も出始めている。

このように、自国と海外主要国の金融政策の相対感が、マイナス金利政策の成否を左右し、政策効果が顕在化しない中で副作用が生じることもあるという構図は、ユーロ圏に追随せざるを得ないスイスだけではなく、日本にも当てはまる可能性がある。

(経済調査チーム 吉内 拓 : Yoshiuchi_Taku@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。

マイナス金利導入後の円高の背景と展望

<要旨>

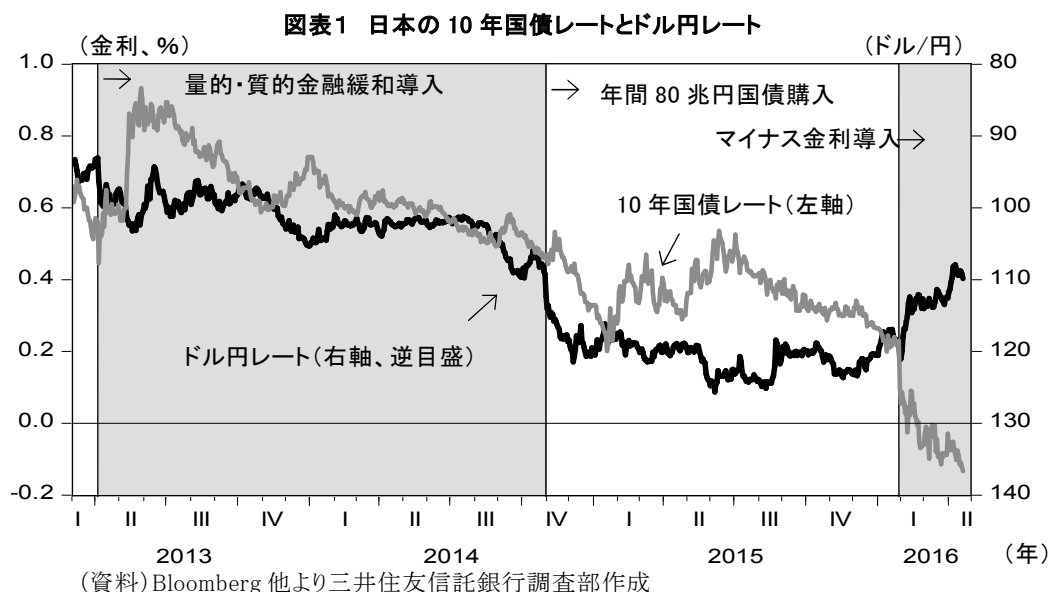
日銀によりマイナス金利導入が発表された1月末以降、予想に反しドル円レートは1割ほど円高に推移した。この理由は、内外金利差の拡大が不十分か、将来のドル円レートの期待値そのものが変化したか、もしくはその両方が考えられる。金利差については、米国も緩和姿勢を強めたことで日米金利差が拡大せず不十分であった。また直接は観察されない将来期待については、定量分析によると、均せば 120 円と 95 円の間で円安・円高の期待変化が生じていた可能性があり、現在の為替水準は両者の間にある。従って、現時点で為替の将来期待が 100 円割れへとシフトし、期待が自己実現すると判断するには早い、過去の量的・質的緩和後に実現した 120 円前後に戻るには、日銀の緩和のみでは効果は小さく、海外情勢が好転し米国長期金利が上昇していくことが必要だろう。

1. マイナス金利導入後の円高進展

日銀の緩和強化にもかかわらず、ドル円レートは4月上旬より110円を下回り、日銀短観で公表されている製造業大企業の為替想定 117.5 円よりも円高に推移している。本レポートでは、金融緩和が円安に効かなかった理由から、今後の為替水準をどう想定したらよいか考察してみたい。

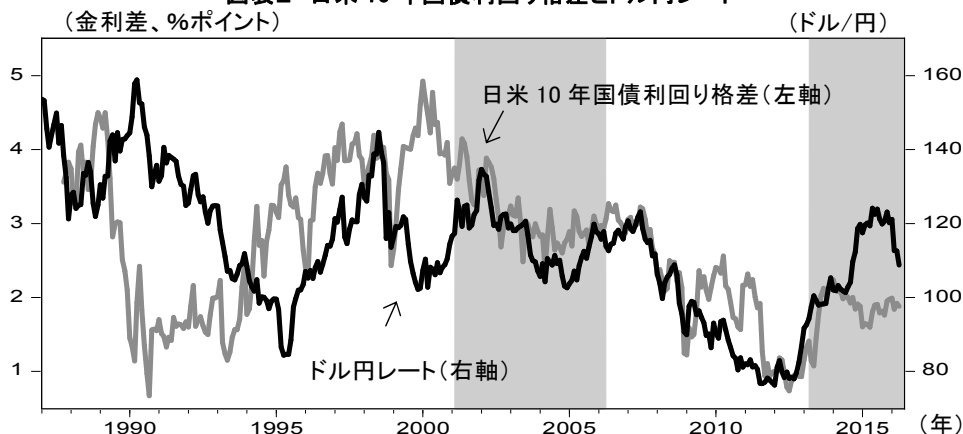
1年未満の短期から3年程度の中期の為替レートの振る舞いは、主に内外金利差によって説明され、短期金利よりも長期金利の内外差に大きく反応する。現在の長期金利は将来の短期金利の平均的な推移を反映するため、日銀が将来にわたって低金利政策にコミットし長期金利を引き下げることができれば、その規模に応じてドル円レートも円安方向に進みやすい。

ところが、2016 年 1 月末のマイナス金利の発表後、10 年国債レートはマイナス圏まで低下した一方で、ドル円レートは1割ほど円高が進んだ(図表 1)。これは、年間 80 兆円規模の資産買い入れを決定した 2014 年 10 月の質的緩和強化により円安が進んだ状況と対照的である(図表 1)。

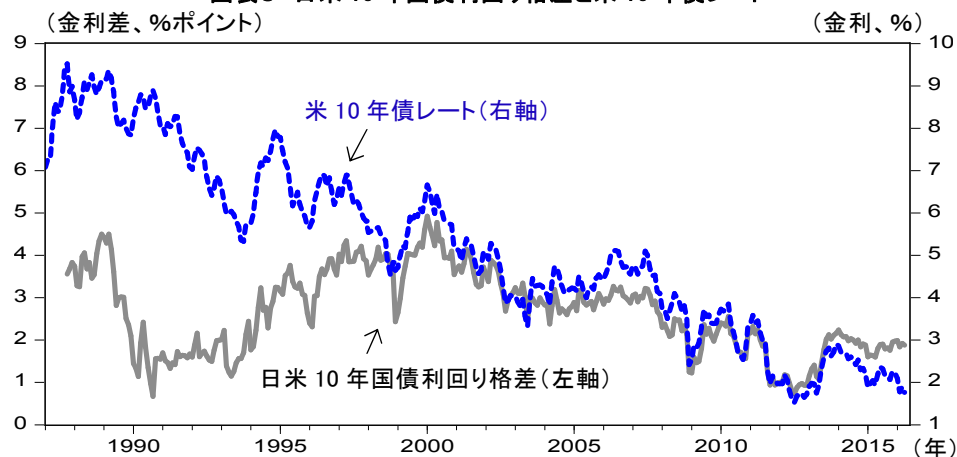


日銀による低金利政策が円安に効かなかったひとつの理由は、国内長期金利の低下のほどには、日米長期金利差が拡大しなかった点がある。1980 年代後半から現在までの日米 10 年国債利回り格差とドル円レートを比べると、日米金利差の拡大により円安に進む傾向にあることが確認できる(図表2)。

図表2 日米 10 年国債利回り格差とドル円レート



図表3 日米 10 年国債利回り格差と米 10 年債レート



(注)図表2の網掛けは、日銀による量的緩和政策の実施期間を示す

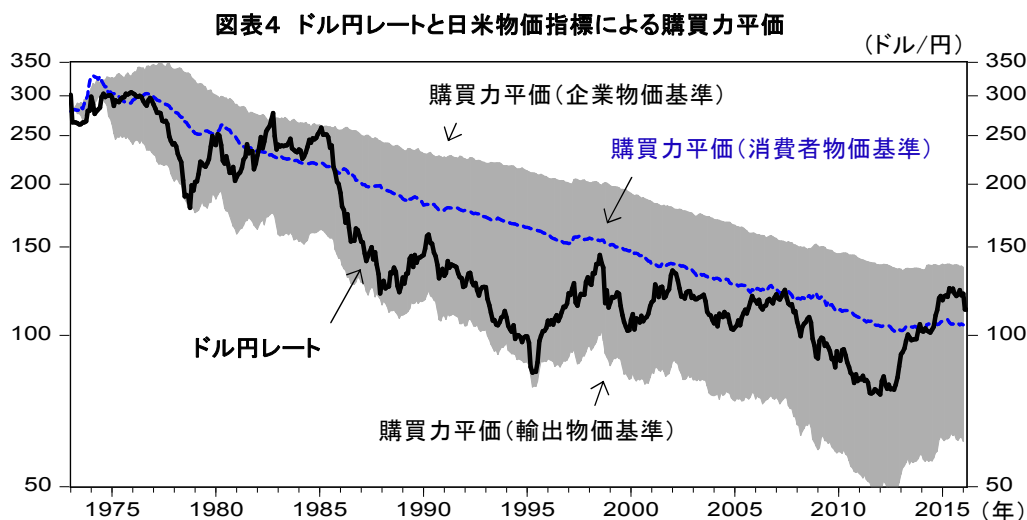
(資料)図表2・3とも Bloomberg より三井住友信託銀行調査部作成

しかし 2015 年以降の日米金利差は、図表が示す通り、日銀のマイナス金利導入のあとも概ね横ばいで推移したことから、金利差拡大を介した円安誘導には力不足であった。最近の日米長期金利差は、米国の長期金利の推移に左右される傾向が強まっており、日米金利差の拡大には、米 10 年債レートが順調に上昇していくことが必要となる(図表3)。ドル円レートを左右する内外金利差は、日銀の金融政策のみならず相手国である米連邦準備理事会(FRB)の金融政策にも大きく依存することが改めて認識させられる状況であった。

2. 将来の為替レート水準の期待変化の抽出

こうした内外金利差を用いて為替レートの方角性を予測する考え方には、将来の平均的な為替レートの期待が不変であるとの前提がある。言い換えれば、現在の為替レートは金利差のみならず将来期待にも大きく依存する。ところが、ドル円レートの平均水準は必ずしも一定ではない。

例えば、為替レートの長期予想として取り上げられる購買力平価には、円高トレンドがあり、ドル円レートの期待をさらに円高へと予想する見方にも一理ある(図表4)。なお、購買力平価とは、貿易を通じて財を交換すれば同一の財は同一価格になるとの想定のもと、その際の交換比率である為替レートの変化率は、内外価格のインフレ格差を反映するという考え方である。ただし、購買力平価が示す水準と実際のドル円レートには乖離が著しく、購買力平価そのものを将来の為替レートの期待値とするのは、少なくとも短期的には適切ではない。為替レートの将来期待水準は、購買力平価が示す水準ばかりでなく、様々な要因により時間とともに変化している可能性が高い。



(注) 購買力平価は1973年基準の計算。網掛け上限が企業物価基準、下限が輸出物価基準。

(資料) Bloomberg 他、各種データより三井住友信託銀行調査部作成

そこで、観測されない期待水準を、定量手法により明らかにしてみた。ドル円レートは、円高や円安に振れると暫くそのトレンドが続く特徴があることから、実際の円ドルレートの振る舞いそのものから各局面を特定し、各時点の為替レートの期待水準を推計してみた。試算結果によれば、円高と円安それぞれの局面で生じるドル円レートの平均的な期待水準は94円と119円であり、上下それぞれ4～5円の誤差の振れを伴うことがわかった(図表5)。言い換えると、過去のドル円レートは、120円程度の円安と95円前後の100円割れ水準の間で期待転換を伴いながら推移しており、現在の水準はちょうどその両者の間に位置する(次頁図表6)。

図表5 局面に依存したドル円レートの将来期待の推計結果

局面	将来期待値	モデルの推計誤差による上限と下限値	
円高	94.0	96.1	92.0
円安	119.6	122.4	116.8

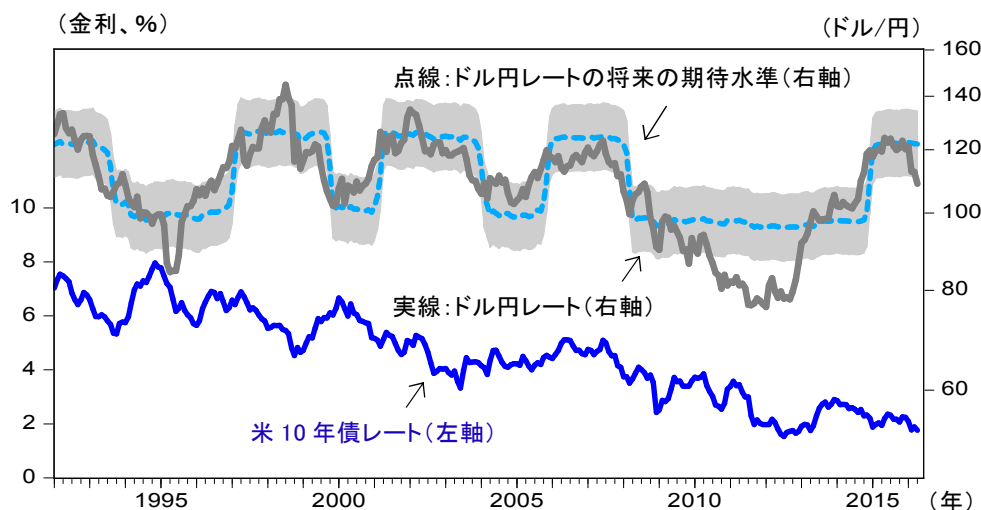
(注) 局面依存の将来期待は、金利平価より導出される下記式を、観測される為替レート、日米10年金利差を用い、87年以降のデータとマルコフ・レジーム・スイッチングモデルにて推計。

将来のドル円レート対数期待値は、局面依存の下記回帰式の定数項に相当する。

$$\text{ドル円レート対数値} = \beta (\text{日米長期金利差}) + (\text{将来のドル円レート対数期待値})$$

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

図表6 局面に依存したドル円レートの将来期待の時系列推移



(注) 網掛けは一標準偏差の推計誤差。将来期待の推計方法は、図表5の注を参照。

(資料) 三井住友信託銀行調査部作成

もともと観察できない期待変化をもたらす要因を一つに特定することは難しいが、図表6からは、日米金利差に影響を及ぼす米長期金利の上昇に遅れて円安期待が生じやすいことが読み取れる。ただし、市場予想を超えた金融政策の変更に伴う急な金利上昇などで市場変動リスク(ボラティリティ)が高まる場合には、これが契機となって逆に円高に振れてしまうリスクもある点には、留意が必要である([調査月報 2015 年 12 月号「円安持続性と円高反転リスクを予測する」](#))。

3. まとめと今後のドル円レート想定への含意

日銀によるマイナス金利導入が発表された1月末以降、予想に反して円高が進んだのは、海外情勢の悪化を背景に米国も利上げに慎重な姿勢を強め、日米長期金利差が拡大しなかったことに加え、為替の将来期待も円高方向に振れた可能性がある。現時点でその期待水準が、例えば95円といった水準へとシフトし、更なる円高をもたらす局面にあると判断するには早いですが、過去の量的緩和で実現した120円前後に戻るには、日銀のマイナス金利拡大のみでは不十分で、海外情勢が好転し米国長期金利が緩やかに上昇していくことが必要だろう。期待そのものに働きかける金融政策は、市場が何を連想するかまでは制御できない。

今後のドル円レートの想定をどう置くべきかという問いに対する一つの回答は、試算結果が示す円高と円安それぞれの期待水準である94円と119円のちょうど中間の105円～110円を中心に据え、状況に応じて想定を変えていくことが考えられる。この点から見ると、製造業大企業が想定する2016年度のドル円レート117.46円という水準は、円安期待の領域にある。言い換えると、海外情勢の改善と利上げにより、混乱なく米10年債レートが上昇し日米金利差も開いていく状況で最も実現し易い。今年前半は、利上げペースのみならず、英国のEU離脱リスクなど市場変動リスクが残っていることから、こうした想定よりも少し円高方向に置いておくのが適切だろう。

(木村 俊夫 : Kimura_Toshio@smtb.jp)

※本資料は作成時点で入手可能なデータに基づき経済・金融情報を提供するものであり、投資勧誘を目的としたものではありません。